

## 債券

### 再融資受阻，信用風險趨升——淺析信用債取消發行潮

#### 1. 信用債取消發行潮再現

取消發行量飆升。近期信用債延遲或取消發行的規模快速增加，11月以來已有79只債券取消或推遲發行（上周達26只），涉及金額778億元。債券類型以短融和中票為主，且製造業發行人占比較多。取消債券發行的原因，一方面是發行人希望降低融資成本而希望擇機重發，另一方面是因為機構流動性偏緊且情緒悲觀，即使發行也很難成功。

取消潮並非新事。債券市場取消發行的集中出現並非新事，今年4月份以及15年底也曾出現過類似情況。4月份取消發行高峰時期主要是在4月12日-4月27日，12個工作日裡共有113只信用債取消或延期發行，涉及金額達到995.4億元。而本次取消潮高峰是從12月13日開始的，13日-15日3天內每天有7只信用債取消發行，涉及金額214.8億元。

誰還在發行債券？12月以來新發信用債127只，發債主體主要是中小民企以及資質較好的AAA級企業。中小民企繼續發債一是存在較大的流動性壓力，不計成本進行債券融資；二是公司以往發行利率本來就高，本輪債市調整中成本上行幅度相對高等級反而較小。而AAA級企業主要是產能過剩行業的龍頭企業以及部分大型國企。產能過剩企業發債主因流動性壓力；資質較優的國企發債則是因為目前這些主體的發債利率仍然較低，或者年內發債指標尚未完成。

#### 2. 歷次取消潮的比較

從主導因素來看，15年底的取消發行潮主要受信用風險驅動，4月份取消潮的發生是信用風險疊加流動性風險導致的，且信用風險為主導因素。而本輪取消發行潮主要是流動性風險主導。

相同點：歷次取消潮的相同點，都是出現在利率快速上升時期，市場流動性都較為緊張，且一般會發生信用風險與流動性風險共振，只不過程度有所不同。

不同點：4月份取消潮是由信用風險和無序違約擔憂導致的，而本輪是資金面和去杠杆導致，信用風險因素不明顯。此外，由於發行人預期利率短期內難以下行，本輪取消債券發行的企業等待再發行的時間間隔明顯縮短，顯示發行人對債券調整時間的預期更為悲觀。

#### 3. 再融資環境惡化推升信用風險

實際影響更甚。近期市場波動較大，很多原本有發行計畫發行人因市場原因或主承建議而擱置發債，甚至並未發行公告，因此實際受影響規模遠在統計的規模之上。

再融資難改善。短期內，年末和春節前流動性仍有壓力，信用債調整也相對利率債滯後，再融資仍將受阻；中長期來看，中央經濟工作會議提出明年貨幣政策要穩健中性，調節好貨幣閘門，意味著 17 年貨幣政策將比 16 年更為穩健，此外，政策上強調去杠杆，今年不再提擴大直接融資，MPA 考核趨嚴、限制表外信貸等均意味著明年再融資環境仍難改善。

信用風險趨升。將於 17 年到期的主要信用債品種規模合計約 4 萬億元，考慮到未發的短期融資券，合計規模或達 5.5 萬億元，且到期集中在一二季度，預計 17 年上半年到期量至少有 2.3 萬億；再融資受阻遇上到期高峰，企業償債壓力較大。此外，近年來企業特別是過剩產能企業發行債券的期限明顯短期化，再融資依賴度上升，市場調整使得企業被迫以較高的成本再融資或者取消債券發行，前者增加了企業債務負擔，後者則可能導致企業資金鏈的斷裂。

信用分化加劇。資質較差的企業影響更甚。一是今年的信用基本面改善主要是上游行業和大型企業，中小民企改善不明顯。二是中小民企更依賴再融資，再融資受阻將推升中小民企的違約風險。三是本輪調整低等級幅度相對小，等級利差維持低位元甚至有所降低。若調整持續，前期調整幅度較小的低等級將面臨更大壓力。

實體經濟承壓。近年來企業債券融資占社會融資規模的比例逐漸上升，目前已經占到社融規模的 20% 左右。債券融資的回落將對社會融資帶來較大負面影響，進而傳導至實體經濟，加劇經濟下行壓力。

## 策略

### 策略對話行業系列（5）油氣鏈機會：油然而生

①1970 年來油價經歷三輪大漲，近期油價再次回升源於全球供給側出現積極變化。油價短期震盪，中長期有望趨勢上行。②回顧 2000 年以來油價兩輪上漲，油價上漲前期煤炭、石化等行業盈利和股價彈性大，上漲中後期能源設備板塊更占優。③油價上漲帶動石化、油服、煤炭、新能源、農業等，公司如洲際油氣、通源石油、桐昆股份、傑瑞股份、惠博普、中糧屯河等。

風險提示：全球再次爆發經濟危機風險，國內經濟快速下行風險。

### 策略之期貨：2017 年期貨政策走向及其市場影響

1、2015 年是國內期貨市場創新年，資產管理與風險管理業務開闢，很快成為期貨公司新的盈利增長點。下半年因股市異常波動，股指期貨遭遇了史上最嚴的限倉措施，保證金提高了 5 倍，手續費提高了 100 倍，期指限倉至 10 手，股指期貨的價格發現功能與風險對沖功能遭到了削弱。

2016 年是期貨市場的監管年，期貨公司嚴查場外配資，為配合供給側改革，針對市場過熱的品種，先後對焦煤焦炭與螺紋鋼進行了 1000 手與 8000 手的限倉。2016 年也成為近十年來，唯一沒有新品上市的一年。由於中國是大宗商品的消費大國，大宗商品的話語權與定價權與我國全球第二的經濟大國地位嚴重不匹配。

儘管如此，2016 年針對聯儲加息不斷延後，尤其是資產荒背景下，大宗期貨市場成為了新風口，商品期貨市場迎來了逆轉，出現了價量齊升的態勢，市場的深度與廣度大幅提升。

正是因為在股市異常波動中與供給側改革中，期貨市場及時採取必要的措施，成功防範了市場的過渡投機與操縱風險，讓國務院看到了期貨市場的一份擔當，得到了監管層的肯定與大力支持。為此，劉士餘在近期的公開講話中強調：“要從國家的戰略角度發展期貨市場，充分肯定了期貨市場的功能與作用，加快制度化創新。” 展望 2017 年，將成為期貨業發展壯大的關鍵一年。

2、根據劉士餘在大商所的公開發言與方星海在期貨監管培訓班的講話，證監會將重點支持期貨業獲得大宗商品的話語權與定價權，進一步配合供給側改革，尤其是農業的供給側結構性改革以及一帶一路的建設。預期 2017 年期貨市場將推動的可能政策措施將包括：將推動股指期貨鬆綁、農產品場內期權設立、原油期貨上市等關鍵問題的解決。1、股指期貨將擇機鬆綁；2、農產品場內期權預計 2 月底或 3 月初上市；3、力爭 2017 年內推出原油期貨。

3、對市場影響方面：①股指期貨鬆綁反映了監管層對市場長期走好的信心，意味著股市異常波動週期步入了尾聲。目前股指運行在年線牛熊分界線的關鍵位置，也是政策的維穩區域，當前滬指回到 2800-3200 的箱體內，市場突破箱體仍需再度確認，如果有效突破或將引發春季行情，為股指期貨鬆綁帶來好的市場契機，考慮到 2017 年 MSCI 關於海外設立涉 A 的衍生品的審批權的問題，中國儘快恢復股指期貨，不僅有助於把控 A 股話語權，同時，為海內外機構大量入場，提供有效的風險對沖工具，有助於股市中長期走強。②期權推出，代表風險防範工具的質的提升。過去由期貨的套保的主要風險對沖策略，期權出現後，可以採取組合多元化投資策略的，為商品期貨投資增加保險工具。比如可以採取做多商品期貨同時，買入看跌期權，構建保護性看跌組合，分享期貨上漲同時防範風險。③工具多元化可以吸引更多場外資金入場，增加市場的深度與廣度，更好發揮期貨市場價格引導與風險防範功能。

4、預計未來期貨市場股指期權、銅期權、玉米期權等產品也有望陸續上市。

風險提示。警惕美國政策的不確定性對全球經濟的影響，關注期指鬆綁短期對市場的擾動。

## 大市導航

### 交通運輸：快遞行業仍大有可為，關注週期性行業復蘇

快遞：1) 板塊高增長將延續：電商高速增長是快遞行業增長主因，未來細分領域新的增長點支撐行業高增長，如高頻次、小批量的派件模式以及本地生活服務 O2O 行業市場；

2) 價格競爭將逐漸弱化：快遞行業發展進入新階段之後，快遞巨頭們的競爭從單純的價格競爭向服務等差異化競爭轉變；

3) 行業仍大有可為：隨著快遞巨頭的集體上市，資本市場的融資並購功能將得以顯現，快遞產業鏈整合速度有望加快，2017 年，資訊化和效率化將是快遞企業建設的重點，整合並購將是快遞企業爭奪的高地。

航運：1) 散運需求端回暖，化解供求矛盾尚需時日：BDI 指數全年呈先抑後揚走勢，下半年中國房地產市場銷售持續火爆，以及煤炭、鋼鐵等行業去產能力度加大，國內外大宗商品價格持續回暖，帶動散運需求回暖，引發運價上漲。運力方面，增速持續放緩，目前維持在 2% 左右，較前幾年相比下滑顯著，新造船增長減速、老舊船拆解提速是近年來散運運力增速持續放緩的主要原因；但全球範圍內仍普遍存在運力供應過剩的情況，多年來積攢的過剩運力非短期可以出清，預計未來市場表現以邊際改善為主；

2) 集運需求疲軟疊加運力整合，集裝箱運價見底回升：從需求端看，全球經濟復蘇乏力、進出口貿易不振仍然是現階段及未來一段時間內抑制集裝箱運價的主要原因。相比需求端持續疲軟，集運供給側改善勢頭良好。2016 年全年集裝箱運力增速顯著下滑，增速自去年年末 9% 一路下滑至目前 1.2%，供給端顯著收緊。

鐵路：規模結構優化+提價預期+國企改革：貨運方面，煤炭階段性需求增加，公路超載整治新規貢獻鐵路貨運增量。貨運結構逐步改善，多品類、高附加值的貨物運量迅速增長，由於批量多且體積較小，對快速周轉以及安全保障性要求較高，集裝需求化趨勢明顯增強。未來關注集裝箱及特箱業務的發展。國家鐵路貨物統一運價率由國家發改委制定，兩次提價都是在國家發改委規定的浮動範圍內，提價預期仍需要政策支援。客運方面，我國高鐵運營建設飛速發展，國家政策也在支援高鐵網建設。

公路：業績相對穩定，分紅較高。2015 年年報顯示，經營活動產生的現金流量淨額與營業收入的比值為 40.13%，為交通運輸子板塊次高水準。隨著部分高速路段的回收，板塊內上市公司手握大量充足現金，也為未來轉型奠定基礎。公路投資增速提升，但預計保持溫和增長水準。公路板塊發展相對成熟，在維持穩定主業的同時能夠產生持續高分紅。

風險提示：需求增速不達預期。

## 公用事業：燃氣國企改革——共用下游價改紅利

燃氣改革背景——價改持續推進。我國從 2010 年開啟天然氣市場化改革進程，氣改最終目標是放開氣源和銷售價格，政府只監管自然壟斷的管網輸配氣價格，並實現居民和非居民氣價的並軌。（1）下游天然氣門站價持續下行。2015 年發改委兩次下調非居民天然氣門站價，2 月下調非居民存量氣價 0.04 元/方、下調非居民增量氣價 0.44 元/方，11 月下調非居民氣價 0.7 元/方，全國門站綜合加權氣價從 2.51 元/方下降到 1.81 元/方。（2）中游管輸費改革路線明晰。2016 年 10 月發改委印發《天然氣管道運輸價格管理辦法(試行)》、《天然氣管道運輸定價成本監審辦法(試行)》，提出管道運輸企業的准許收益率按管道負荷率（實際輸氣量除以設計輸氣能力）不低於 75% 取得稅後全投資收益率 8% 的原則確定。目前《關於深化天然氣價格市場化改革的意見》正在討論中，其有望推動氣改目標在“十三五”期間實現。

燃氣混改集中於下游。燃氣產業鏈上游主要為中石油、中石化、中海油、陝西延長石油；中游長輸管網和 LNG 運輸船以“三桶油”為主，陝天然氣（國企）、金鴻能源（民企）等運營部分地區長輸管網；下游以各個城市管道燃氣企業為主，較為分散。從價改的目的來看，中游保持政府監管，混改的可能較低；上游集中於“三桶油”，且價改背景下有一定的利空因素，改革方案需要仔細論證；而下游較為分散，本身有一定的競爭性，且價改背景下釋放紅利最多，社會資本進入意願強烈。同時，城市管道燃氣企業控股股東大多為

地方國資委，資產注入、重組等國改預期較強。參照 2014 年開啟混改的中石化，我們可以發現其改革也是從下游銷售公司入手。

主要上市公司分析。（1）重慶燃氣，控股股東為重慶國資委下屬的“重慶能源”（66.48%）。2014 年 IPO 公開發行 1.56 億股，國有持股比例由上市前 100%降為 89%。2014 年、2015 年分別參與中石化、中石化組建合資公司，負責重慶部分地區管線建設和燃氣供應。2016 年 8 月，重慶燃氣控股股東重慶能源將 15%股權轉讓給重慶國資委下屬“渝康公司”，“渝康公司”為重慶市政府國企改革平臺。（2）南京公用，前兩大股東為公用控股（49.53%）和南京城建（4.7%），公用控股為南京城建全資子公司，而南京城建為南京市國資委獨資公司。另南京城建旗下的水務集團擁有 6 座自來水廠（230 萬立方米/日）和 7 座污水處理廠（164 萬立方米/日）的優質資產，未來有注入上市公司平臺的預期。

風險提示。改革進程低於預期；國際燃氣價格波動；競爭加劇，毛利率下降。

## 軟體：12 萬億 IT 產業規模電腦企業大有可為

《“十三五”國家戰略性新興產業發展規劃》印發。近日，國務院印發《“十三五”國家戰略性新興產業發展規劃》，提出到 2020 年，中國要形成新一代資訊技術、高端製造、生物、綠色低碳、數位創意等 5 個產值規模 10 萬億元級的新支柱，GDP 占比從 2015 年的 8%提高到 15%，並在更廣領域形成大批跨界融合的新增長點，平均每年帶動新增就業 100 萬人以上。

對比“十二五”規劃，大資料、人工智慧、數位創意等新亮點頗多。《規劃》是戰略新興產業十三五發展的重要綱領，意義非凡，對比“十二五”戰略新興產業規劃，在新一代資訊技術相關戰略方向上，更是擴充了大資料、人工智慧、智慧製造、資訊安全、數位創意等新內容。“十三五”規劃明確了到 2020 年，新一代資訊技術產業規模發展目標要超過 12 萬億。

大數據：實施國家大資料戰略，數位紅利逐漸釋放。管理層繼續確定了大資料作為基礎性戰略資源的意義，並且明確了加快推動政府資料資源分享，以及大資料在產業升級和社會創新發展中的應用。未來大資料商用化價值也將逐漸提升。建議關注東方國信、拓爾思等。

人工智慧：逐漸進入人工智慧時代。《規劃》強調加快人工智慧支撐體系建設，推動類腦研究等基礎理論和技術研究，加快電腦視聽覺、生物識別、新型人機交互、智慧決策控制等產業化和多領域應用。從硬體端到資訊基礎雲化和累積的大資料，人工智慧的基礎已經充實，看好 GPU、生物識別以及行業應用，建議關注遠方光電、景嘉微、東方網力、佳都科技等。

資訊安全：行業增速穩健上升，政策催化更為明顯。《規劃》在大資料和資訊技術核心產業部分多次強調資訊安全的重要保障。目前行業整體增速在 25%以上，而預計 2017 年政策催化將更為明顯。此外，新 IT 趨勢下，雲安全、及時、智慧化相應服務、以及工控安全等新領域的安全需求也將越來越強。目前整體板塊估值處於歷史低位，看好綠盟科技、啟明星辰等龍頭企業。

風險提示：短期市場波動風險。

## 食品：高端白酒：17 年高增長最確定，穩健收益最佳品種

龍頭公司目標更積極。茅臺集團 2017 年計畫實現收入 600 億，增長 20%；利潤 300 億，增長 23.4%；股份公司茅臺酒計畫增量 15%。預計五糧液和瀘州老窖利潤增速也在 20%以上。

管道調控更有經驗。儘管 13-15 年高端白酒價格如走鋼絲，但 16 年茅臺一批價格上漲 200 多元，五糧液上漲 100 多元。此外各家公司都加強資訊系統和物流體系建設，甚至採用 IBM 等全球領先技術，輔助管道管控和客戶服務。

新管道、新區域、新產品齊發力。16 年“雙 11”和“雙 12”高端白酒品牌在電商管道同比表現突出，五糧液與京東商城、貴州茅臺與阿裡集團都結成深度合作夥伴。2016 年三家龍頭公司還不約而同在國際市場發力，不同於以往泛泛而談，2016 年有更多落地舉措，比如 17 年茅臺出口量計畫占到總銷量的 10%。

經銷商信心充足，經過優勝劣汰實力更強。過去三年高端白酒深度調整，經銷商群體大幅洗牌，留存的更為優質。行業走出調整期，經銷商信心更足，實力更強，完成目標概率更高。白酒公司也加強了對經銷商的考核，如茅臺推出《經銷商星級評定實施辦法》。

業績有保障，估值有空間。儘管 16 年高端白酒股價漲幅明顯，但是我們認為 17 年依然是最佳穩健收益品種。整體利潤增速預計在 20%左右，如果 A 股環境配合，估值也有上行可能。

不確定因素。投資者風險偏好上升，17 年春節動銷不達預期。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。